

TYGODNIK EKONOMICZNY

8 – 14 grudnia 2014

Listopadowy PMI dla polskiego przemysłu był bardzo pozytywną niespodzianką i kolejnym sygnałem, że spowolnienie gospodarcze na koniec roku może być słabsze niż oczekiwano, nawet mimo pozostającej w stagnacji strefy euro. Po serii całkiem dobrych danych z kraju trudno było oczekiwać cięcia stóp przez RPP na grudniowym posiedzeniu, więc decyzja Rady o utrzymaniu parametrów polityki pieniężnej bez zmian nie wywołała żadnej istotnej reakcji rynku. Co prawda polski rynek stopy procentowej doświadczył dość znacznej korekty, ale większa część ruchu nastąpiła jeszcze przed decyzją RPP (po wysokim odczycie PMI i ogłoszeniu przez Ministerstwo Finansów oferty na aukcję zamiany). Trend ten był kontynuowany po decyzji EBC (który rozczarował nie ogłaszając rozszerzenia programu skupu aktywów) i silnych danych z rynku pracy USA. Chociaż część analityków zinterpretowała ostatni komunikat RPP jako dość jastrzębi i w ich ocenie szanse na obniżkę stóp spadły, to naszym zdaniem komunikat otwiera drzwi do cięcia nieco szerzej. Nadal uważamy, że jest szansa na lekkie dostosowanie w polityce pieniężnej w I kw. 2015, bowiem kolejne dane powinny potwierdzić wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego na koniec tego roku. Decyzja o cięciu możliwa jest nawet w styczniu, jeśli zgodnie z naszymi prognozami roczna dynamika produkcji przemysłowej będzie ujemna.

W tym tygodniu nie poznamy żadnych ważnych danych z Polski, a i kalendarz zagranicznych publikacji jest dość ubogi. W tej sytuacji, rynek będzie wyczekiwał na kolejne komentarze bankierów centralnych, które mogą wpłynąć na ocenę perspektyw w polityce pieniężnej w kraju i za granicą. Wyniki drugiej aukcji TLTRO mogą mieć wpływ na oczekiwania odnośnie zakresu ewentualnego rozszerzenia programu skupu aktywów przez EBC i jeśli rozczarują, to mogą wzmocnić rynki długu, także w Polsce. Naszym zdaniem złoty ma potencjał do dalszej aprecjacji i kolejne sygnały zwiększające szanse na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro powinny wzmocnić ten trend.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (8 grudnia)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,0	-	1,4
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	4,0	-	8,3
WTOREK (9 grudnia)							
8:00	DE	Eksport	X	% m/m	-	-	5,5
9:00	CZ	CPI	XI	% r/r	0,7	-	0,7
ŚRODA (10 grudnia)							
Brak publikacji ważnych danych							
CZWARTEK (11 grudnia)							
9:00	HU	CPI	XI	% r/r	-0,5	-	-0,4
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	0,3	-	0,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	313
PIĄTEK (12 grudnia)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,0	-	0,6
14:00	PL	Podaż pieniądza	XI	% r/r	7,9	7,9	7,7
15:55	US	Wstępny Michigan	XII	pkt	89,5	-	88,8

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

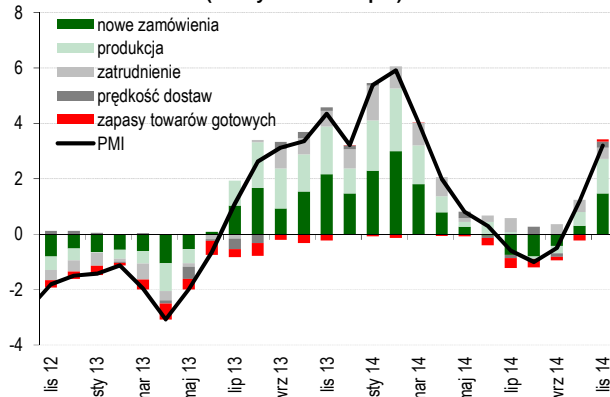
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

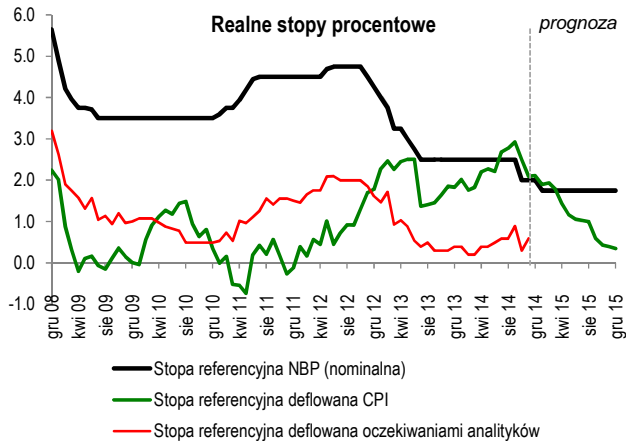
Wrocław 71 369 9400

Ostatni tydzień w gospodarce – Wysoki PMI, stopy bez zmian, ale dalsze obniżki wciąż możliwe

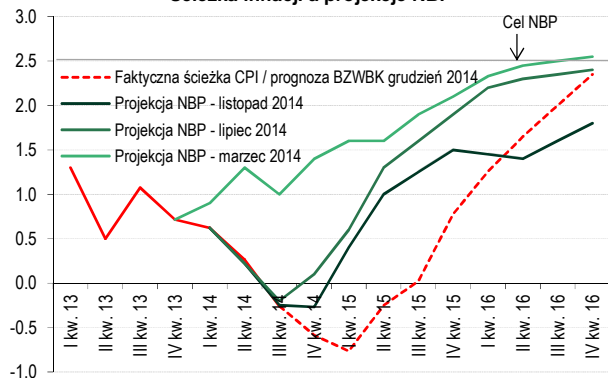
Dekompozycja zmian indeksu PMI
(odchylenie od 50 pkt)



Realne stopy procentowe



Ścieżka inflacji a projekcje NBP



PMI wzrósł w listopadzie do 53,2 pkt, najwyższego poziomu od marca. Wszystkie subindeksy były powyżej 50 pkt po raz pierwszy od grudnia 2010. Nowe zamówienia eksportowe odbiły znacząco (subindeks powyżej 50 pkt po raz pierwszy od 7 miesięcy). Firmy raportowały, że udało im się wejść na nowe rynki, zwłaszcza Europy środkowo-wschodniej. Poprawa w zamówieniach wsparła produkcję, która rosła najszybciej od marca. Poprawa aktywności korzystnie wpłynęła na zatrudnienie, które zwiększyło się już 16. miesiąc z rzędu. Jednocześnie, koszty produkcji i ceny wyrobów gotowych nie odnotowały dużych zmian. Silny wzrost PMI generuje ryzyko w górę dla naszej prognozy produkcji przemysłowej za listopad. Jednak nada uważamy, że odczyt produkcji przemysłowej będzie ujemny w ujęciu rocznym.

Miesiąc temu Rada zasugerowała, że może obciąć stopy tylko jeśli nadchodzące dane potwierdzą wzrost ryzyka pogorszenia perspektyw wzrostu PKB. Wiemy już, że ostatnie dane nie pogorszyły, a poprawiły perspektywy. Tym razem, ostatnie zdanie komunikatu RPP mówi, że kolejne dostosowanie polityki pieniężnej nie jest wykluczone, jeśli nadchodzące dane potwierdzą osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce i kontynuację słabego wzrostu za granicą. Warunkiem dla ewentualnej decyzji o obniżce nie jest już więc pogorszenie oczekiwanego scenariusza, a jedynie potwierdzenie tego, że wzrost gospodarczy w kraju spowalnia, a za granicą pozostaje słaby.

Takiego rozwoju sytuacji właśnie się spodziewamy, przewidując spowolnienie wzrostu PKB w Polsce do 2,8-2,9% r/r na przełomie 2014 i 2015 r. i utrzymanie dość słabej aktywności gospodarczej w strefie euro w najbliższych dwóch kwartałach. Jednocześnie, wg naszych prognoz stopa inflacji w nadchodzących miesiącach pozostanie wyraźnie poniżej zera i okres deflacji przedłuży się bardziej niż zakłada obecnie NBP (naszym zdaniem nawet do połowy 2015 r., podczas gdy Marek Belka nie wykluczył, że do lutego-marca).

W sumie, wydaje nam się, że zmiana w komunikacie sygnalizuje, że furta do obniżki stóp została uchylona nieco szerzej. Uważamy, że nieznaczne obniżenie stóp procentowych w Polsce jest możliwe w I kw. 2015, ponieważ napływające dane powinny wskazywać na spowolnienie wzrostu w końcu roku. Decyzja o obniżce jest nawet w styczniu, szczególnie jeśli dynamika produkcji przemysłowej będzie ujemna, zgodnie z naszą prognozą.

Cytat tygodnia – Czas na rekapitulację po zakłóceniu komunikacji

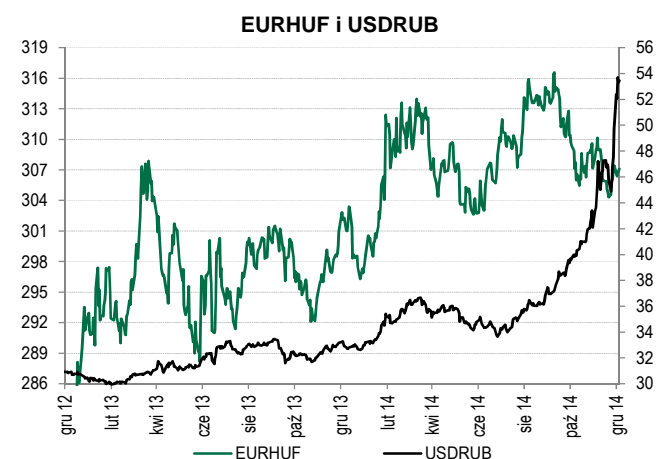
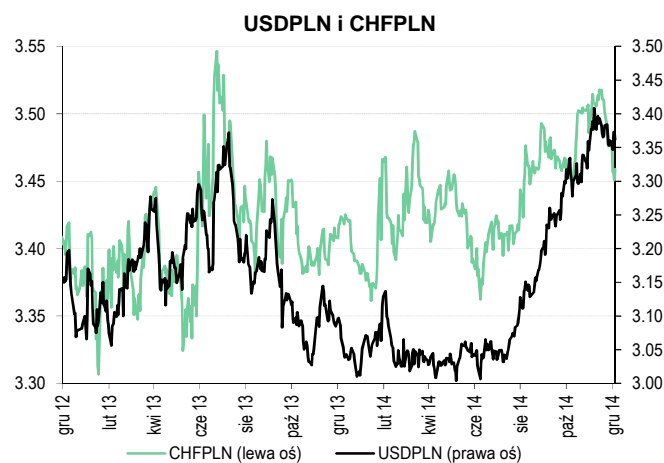
Marek Belka, Prezes NBP, 3 grudnia, konferencja RPP

Na pewno w ciągu ostatniego miesiąca napłynęły informacje, które nieznacznie, ale jednak poprawiają perspektywy gospodarcze Polski. Dla mnie osobiście najważniejsza jest struktura PKB w III kw. Jeśli na poprzedniej Radzie, Rada nie zdecydowała się obniżyć stóp, zwracając uwagę na niepewność dotyczącą perspektyw gospodarczych, to na pewno dzisiaj to przekonanie zostało utwierdzone.

Ja uważam, że nic złego się nie stało dla gospodarki (z powodu braku obniżki). Na pewno to, co mieliśmy w zeszłym miesiącu, to jest pewne zakłócenie komunikacji (...). Dlatego postanowiliśmy dzisiaj to zrekapitulować, proszę zauważyć, że my widzimy możliwości w określonej sytuacji dalszego luzowania, obniżania stóp. Staraliśmy się dzisiaj podkreślić to, co podkreślałem miesiąc temu, no i... po to żeby samych siebie nie zaskakiwać. W opinii Rady wzrost PKB w IV kw. będzie zbliżony do poziomu z III kw., może nieco mniejszy.

Co ciekawe, Prezes NBP przyznał na konferencji prasowej, że problemem w poprzednim miesiącu było pewne „zaburzenie w komunikacji” i dlatego Rada postanowiła to „zrekapitulować” w tym miesiącu, zwracając uwagę w komunikacie, że widzi możliwość dalszego luzowania polityki w określonej sytuacji, również po to, aby „samych siebie nie zaskakiwać”. Sądymy, że te warunki zostaną spełnione: potwierdzenie spowolnienia tempa wzrostu PKB i słaby wzrost za granicą. W związku z tym jeśli Prezes NBP i komunikat prezentują opinię większości w Radzie (w co wierzymy), kolejne obniżki stóp procentowych są możliwe. W szczególności, że Belka dodał, że Rada nie chce zaskakiwać sama siebie. Mamy nadzieję, że pozostali członkowie również nie zaskoczą Prezesa.

Rynek walutowy – Możliwe dalsze umocnienie złotego



Złoty najmocniejszy wobec euro od lipca

Złoty umocnił się dość znacząco w minionym tygodniu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Głównymi czynnikami wzmocnienia były lepszy od oczekiwań odczyt indeksu PMI dla krajowego sektora przemysłowego oraz brak obniżki stóp przez RPP na grudniowym posiedzeniu. Kurs EURPLN tymczasowo spadł poniżej 4,15, osiągając najniższy poziom od lipca. Trend spadkowy został powstrzymany przez EBC (który nie zdecydował się na ogłoszenie programu QE) i znacząco lepsze dane z USA. W efekcie EURPLN wzrósł powyżej 4,16, a USDPLN do prawie 3,39 na koniec tygodnia.

W skali tygodnia złoty umocnił się także wobec franka szwajcarskiego oraz funta brytyjskiego odpowiednio o 0,6% i 0,2%. Natomiast kurs USDPLN pozostał względnie stabilny.

W tym tygodniu złoty pozostanie pod wpływem czynników globalnych, w szczególności publikacji danych makro ze strefy euro i USA, ale także wyników 2-go TLTRO, które mogą pomóc inwestorom ocenić, kiedy EBC ogłosi program QE dla strefy euro. W naszej ocenie, zarówno dane makro, jak i wyniki aukcji TLTRO potwierdzą konieczność wprowadzenia QE w I kw. 2015, co powinno wspierać złotego i inne ryzykowne aktywa. Analiza techniczna wskazuje, że kurs EURPLN przełamał wsparcie na 4,16-4,17 i istnieje możliwość dalszego spadku kursu w kierunku 4,12 w najbliższych tygodniach.

Tymczasowe odbicie EURUSD po decyzji EBC

Początek minionego tygodnia przyniósł dość znaczące osłabienie euro po jeszcze słabszych odczytach indeksów PMI dla europejskiego przemysłu niż sugerowały wstępne dane. W konsekwencji EURUSD obniżył się w kierunku 1,23. Brak ogłoszenia programu QE przez EBC pomogło wspólnej walucie odrobić część strat, jednak wzrost kursu EURUSD był ograniczony oczekiwaniami na miesięczne dane z rynku pracy USA. Dane o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym w USA wyraźnie potwierdziły poprawiającą się sytuację gospodarczą w tym kraju, co ponownie pchnęło kurs poniżej 1,23.

Ten tydzień może przynieść kolejny impuls do spadku kursu EURUSD jeśli wyniki 2-giej aukcji TLTRO rozczarują. Przy takim scenariuszu EBC nie będzie miał innej opcji jak rozszerzenie programu skupu aktywów na początku 2015. Przełamanie wsparcia na 1,226-1,228 może otworzyć drogę do dalszego spadku kursu w kierunku 1,20 w nadchodzących tygodniach.

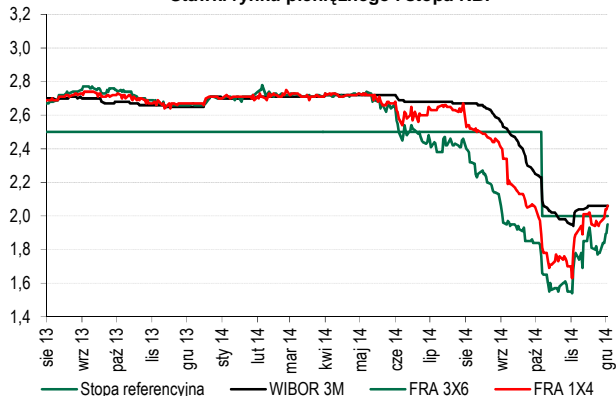
Rosyjski rubel kontynuuje osłabienie

W ubiegłym tygodniu rosyjski rubel pozostał najstabszą walutą spośród walut krajów rozwijających się. Kurs USDRUB wzrósł zdecydowanie powyżej 50, osiągając tymczasowo poziom 55. Informacje, że bank centralny Rosji może zdecydować się na interwencje pomogły rublowi odrobić część strat. W tym samym czasie forint i czeska korona nieco umocniły się w relacji do euro. Jednak słabe dane o węgierskiej produkcji pchnęły kurs EURHUF do prawie 307 na koniec tygodnia.

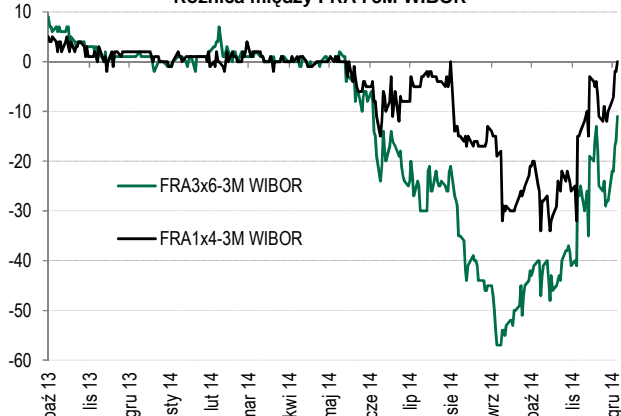
W tym tygodniu inwestorzy skoncentrują się na lokalnych publikacjach danych, w szczególności na danych o listopadowej inflacji. Perspektywa dalszych spadków inflacji (w wyniku spadku cen paliw) zarówno na Węgrzech, jak i w Czechach mogą ciężić wycenie forinta i czeskiej korony. Natomiast rubel pozostanie pod presją słabych danych makro i spadających cen ropy, co powinno utrzymywać kurs USDRUB na podwyższonym poziomie.

Rynek stopy procentowej – Przed nami spokojny tydzień?

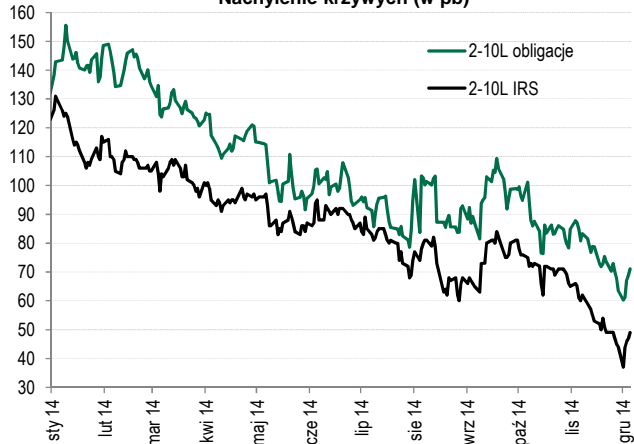
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



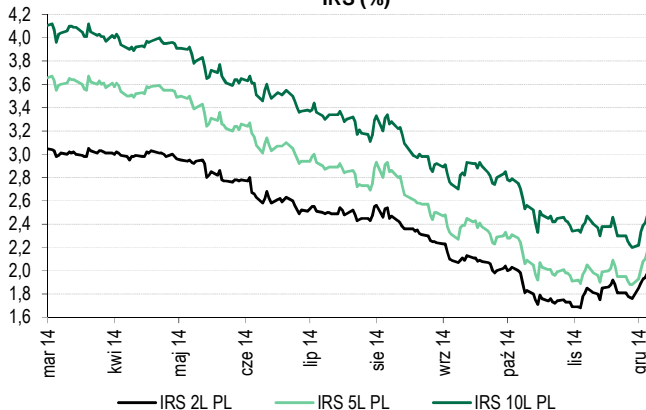
Różnica między FRA i 3M WIBOR



Nachylenie krzywych (w pb)



IRS (%)



PMI i Ministerstwo Finansów pchnęły stawki w górę

▪ Krótkoterminowe stawki zanotowały mocny wzrost w zeszłym tygodniu w reakcji na silny wzrost listopadowego PMI dla polskiego przemysłu mimo spadków dla Niemiec i całej strefy euro. Odczyt ten wpłynął na oczekiwania rynku odnośnie nie tylko grudniowej decyzji RPP, ale i perspektyw w polityce pieniężnej na kolejne miesiące. Obecnie, FRA nie wycenia więcej niż 25 pb obniżki za 9 miesięcy, podczas gdy jeszcze w połowie i pod koniec listopada wyceniał 80% szans na cięcie o nawet 50 pb w tym horyzoncie. Oczekiwania odnośnie przyszłych decyzji RPP zmieniły się już przed grudniowym posiedzeniem RPP, więc decyzja Rady o utrzymaniu stóp bez zmian nie wywołała już żadnej wyraźnej reakcji rynku.

▪ Silne dane z kraju pchnęły w górę też krótkie końce krzywej IRS i obligacyjnej – o odpowiednio 22bp i 15pb w tygodniowym rozrachunku. Jednocześnie, środek i długi koniec krzywych też przesunęły się w górę, a najważniejszym czynnikiem była decyzja Ministerstwa Finansów o zaoferowaniu 5- i 10-letnich benchmarków na aukcji zamiany. Na koniec tygodnia trwający trend przyspieszył po dużo lepszych od prognoz danych z rynku pracy USA. W rezultacie, rentowności i IRS dla tenorów 5 i 10 lat wzrosły o 24-27 pb. Nastąpiła więc też pewna korekta w nachyleniu krzywej po ostatnim jej wypłaszczeniu.

▪ Na aukcji zamiany Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za ok. 4,8 mld zł. Ze sprzedaży DS0725 pozyskano 1,6 mld zł, z PS0719 nieco ponad 2 mld zł, a WZ0124 prawie 1,2 mld zł. Po wynikach aukcji szacujemy, że przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe są sfinansowane w nieco powyżej 20%.

Przed nami spokojny tydzień?

▪ W tym tygodniu nie poznamy żadnych ważnych danych z Polski, a i kalendarz zagranicznych publikacji jest dość ubogi. W tej sytuacji, rynek będzie wyczekiwał na kolejne komentarze bankierów centralnych, które mogą wpłynąć na ocenę perspektyw w polityce pieniężnej w kraju i za granicą. Wyniki drugiej aukcji TLTRO mogą mieć wpływ na oczekiwania odnośnie zakresu ewentualnego rozszerzenia programu skupu aktywów przez EBC i jeśli rozczarują, to mogą wzmocnić rynki długu. Generalnie, uważamy, że rynek długu pozostanie dość stabilny w oczekiwaniu na kolejne istotne impulsy.

▪ Im bliżej końca roku, tym niższa jest płynność na polskim rynku długu. W ostatnich latach, ostatnie tygodnie grudnia charakteryzowały się niższymi dziennymi wahaniami rentowności, szczególnie 5- i 10-letnich obligacji.

▪ Niemniej, nadal spodziewamy się, że obligacje mogą odrobić przynajmniej część ostatnich strat. Nasze prognozy inflacji i produkcji przemysłowej są poniżej konsensusu i sądzimy, że kolejne miesięczne dane potwierdzą spowolnienie wzrostu PKB w Polsce do nieco poniżej 3% w IV kw. Powinno to ożywić oczekiwania rynku na przynajmniej jeszcze jedną obniżkę stóp NBP. FRA1x4 i FRA3x6 nie wyceniają żadnej obniżki, więc widzimy potencjał do spadku tych stawek w kontekście naszej prognozy obniżki stóp o 25 pb, możliwe że już w styczniu.

▪ Dodatkowo, szef EBC dość jasno zasugerował, że dalsze poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro możliwe jest w I kw. 2015, co też powinno utrzymać rentowności i IRS na niskim poziomie w najbliższych tygodniach.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, Al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl